



**University of
Zurich**^{UZH}

**Zurich Open Repository and
Archive**

University of Zurich
University Library
Strickhofstrasse 39
CH-8057 Zurich
www.zora.uzh.ch

Year: 2014

Äquivalenz als Regelungskriterium im Finanzmarktrecht

Weber, Rolf H ; Sethe, Rolf

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich

ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-105935>

Journal Article

Originally published at:

Weber, Rolf H; Sethe, Rolf (2014). Äquivalenz als Regelungskriterium im Finanzmarktrecht. Schweizerische Juristen-Zeitung, 110(22):569-577.

Äquivalenz als Regelungskriterium im Finanzmarktrecht

Prof. Dr. Rolf H. Weber / Prof. Dr. Rolf Sethe, Universität Zürich (Zürich)*

Dieter Zobl darf als «Erfinder» der Disziplin «Kapitalmarktrecht» in der Schweiz gelten; mit seinem umfassenden Grundlagenwerk zum Kapitalmarktrecht, welches er in das Finanzmarktrecht als Oberbegriff für den professionellen Umgang mit Geld und Geldanlagen eingebettet hat, ist es ihm gelungen, ein breites Interesse für die Thematik zu finden¹.

Schon seit zwanzig Jahren ist die Europakompatibilität des Schweizer Finanzmarktrechts² von elementarer Bedeutung für Schweizer Finanzdienstleistungsanbieter³; ihnen steht als Drittstaateninstituten kein europäischer, einen Marktzutritt verschaffender «Pass» zu, doch wurde ein Marktzutritt sehr oft nach dem Recht einzelner Mitgliedstaaten gewährt⁴; die MiFID I enthielt deshalb in ihrem Art. 15 eine Regelung zur Überprüfung der Reziprozität und in ihrem Art. 63 eine Regelung zum Informationsaustausch.

Die Autoren analysieren die Bedeutung der Äquivalenz für den autonomen Rechtsnachvollzug und zeigen deren Auswirkungen auf die Finanzmarktregulierung in der Schweiz. Das Äquivalenzkonzept beinhaltet keinen grenzüberschreitend einheitlichen Ansatz und fordert nicht Deckungsgleichheit der Reglementierung, sondern lediglich Vergleichbarkeit. Die am schweizerischen Selbstregulierungskonzept orientierten Vorgaben des FIDLEG zeigen, dass den Anbietern ein im Vergleich zur EU weniger engmaschiges regulatorisches Umfeld geboten werden soll. Derartige Divergenzen dürften unter dem Gesichtspunkt der Äquivalenz zu Problemen führen. Die Autoren verdeutlichen, dass die EU namentlich zur Vermeidung von Wettbewerbsverzerrungen zurückhaltend sein wird, grössere Abweichungen gegenüber MiFID II zu tolerieren. Damit ist in der Praxis kaum Gestaltungsspielraum vorhanden.

Zi.

Les auteurs analysent la signification du concept d'équivalence en matière de transposition autonome du droit européen et montrent son impact sur la réglementation des marchés financiers en Suisse. Le concept d'équivalence ne constitue pas une notion unitaire transfrontière; il n'exige pas une réglementation en tous points équivalente, mais impose simplement que les régimes soient comparables. Les objectifs de la LSF, qui se fondent sur le concept suisse d'autoréglementation, montrent qu'il faut offrir aux fournisseurs de prestations un environnement moins densément réglementé que celui de l'UE. De telles divergences risquent toutefois de générer des problèmes sous l'angle du concept d'équivalence. Les auteurs expliquent pourquoi l'UE sera particulièrement réticente à tolérer d'importantes dérogations à la réglementation MiFID II, notamment afin d'éviter des distorsions de concurrence. De ce fait, il n'existe en pratique presque aucune marge de manœuvre.

P.P.

* Die Verfasser danken ihren Mitarbeitern Dipl.-Kfm. univ., MLaw Rainer Baisch und MLaw Fabio Andreotti für inhaltliche Anregungen und für die Unterstützung bei der Vorbereitung des Beitrags.

¹ Dieter Zobl/Stefan Kramer, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004, § 1 N 2 ff.

² Vgl. dazu schon Carl Baudenbacher, Zum Vollzug europäischen Rechts in der Schweiz, EuR 1992 309 ff.; Rolf H. Weber, Der Einfluss des EG-Rechts auf das schweizerische Recht, Weber/Thürer/Zäch, Aktuelle Probleme des EG-Rechts nach dem EWR-Nein, Zürich 1993, 1 ff. Zu den neueren Entwicklungen vgl. Rainer Baisch, Implikationen der MiFID-Regulierung für das FIDLEG, «Europäisierter» Anlegerschutz in der Schweiz?, Fahrländer/Heizmann (Hrsg.), Europäisierung der schweizerischen Rechtsordnung, APARIUZ 15, Zürich 2013, 479 ff., 481: «Die Aufgabe des schweizerischen Gesetzgebers im Gebiet des Finanzmarktrechts ist es, ein im Vergleich zur EU gleiches Regulierungsniveau zu erreichen, denn nur so werden gravierende Einschränkungen beim europäischen Marktzugang für schweizerische Finanzintermediäre zu vermeiden sein».

³ Peter Forstmoser, Der autonome Nach-, Mit- und Vorvollzug europäischen Rechts: das Beispiel der Anlagefondsgesetzgebung, Forstmoser et al. (Hrsg.), Der Einfluss des europäischen Rechts auf die Schweiz, Festschrift für Professor Roger Zäch zum 60. Geburtstag, Zürich 1999, 523 ff.: «Die Schweiz ist – sieht man von speziellen vertraglichen Bindungen ab – bis heute in keiner Weise verpflichtet, europäisches Gemeinschaftsrecht zu beachten. Sie tut es – rechtlich auf freiwilliger Basis – trotzdem, aus Überzeugung, aus politischer Reason und aus wirtschaftlicher Notwendigkeit.»

⁴ Vgl. etwa die Beispiele bei Zobl/Kramer (Fn. 1) N 6, 994 (Börsenzugang Eurex) und N 1116 (Wertpapieremissionen).

Der Druck zur Anpassung hiesiger Rechtsnormen an ausländische Entwicklungen ist zwischenzeitlich aber weiter gestiegen und hat nun das Niveau der Äquivalenz erreicht. Obwohl die Schweiz abgesehen von besonderen vertraglichen Bindungen in keiner Weise verpflichtet ist, europäisches Gemeinschaftsrecht zu beachten, tut sie dies auf freiwilliger Basis – nicht immer aus Überzeugung, sondern oft wohl eher aus politischer Raison oder wirtschaftlicher Notwendigkeit. Zudem werden neue Gesetze nicht nur konsequent auf ihre Europakompatibilität überprüft⁵, sondern europäisches Richtlinien- bzw. Verordnungsrecht wird im Wege des sogenannten autonomen Nachvollzuges auch in der Schweiz umgesetzt⁶. Der nachfolgende Beitrag zum runden Geburtstag von Dieter Zobl bezweckt, das Phänomen der Äquivalenz genauer auszuloten.

I. Einleitung

Äquivalenz geht zurück auf die lateinischen Worte *aequus* («gleich») und *valere* («wert sein»), bedeutet also Gleichwertigkeit. Der Begriff der Gleichwertigkeit kommt in vielen Bereichen vor, etwa in der Logik (gleicher Wahrheitswert von Ausdrücken), in der Mathematik (Äquivalenzrelation), in der Geometrie (Flächentreue), in der Ton-technik (gleichsinnig wirkende Laufzeit- und Pegeldifferenzen) oder im Patentwesen (gleiche Bewertungskriterien für die Beurteilung einer Erfindung). Im Recht geht es bei der Äquivalenz um Vergleichbarkeit bzw. Substituierbarkeit von Normen unterschiedlicher Regulatoren.

Die Möglichkeit, grenzüberschreitend Dienstleistungen anbieten zu können, ist ein zentrales Anliegen im Finanzmarkt. Nationale Regulatoren sind aber zum Schutze der eigenen Marktteilnehmer daran interessiert, ein *race to the bottom* zu verhindern; insbesondere wäre es problematisch, wenn ausländische Anbieter einem weniger strikten Regime unterstellt wären als die der schweizerischen Aufsicht unterstellten Anbieter, was jenen einen Wettbewerbsvorteil verschaffen würde⁷. Ökonomisch betrachtet kann zwar *regulatory competition* zu höherer Effizienz und In-

novationskraft führen, doch fallen als Schutzsubjekte im Finanzmarkt auch in der Schweiz zwischenzeitlich nicht nur die Anbieter von Dienstleistungen, sondern ebenso die Einleger und die Investoren in Betracht, die ein (den Umständen entsprechendes) Schutzbedürfnis haben, welchem vom schweizerischen Gesetzgeber bislang nicht gerade oberste Priorität zugemessen wurde⁸.

Im grenzüberschreitenden Verkehr können verschiedene Modelle diese Anliegen zu realisieren versuchen. Denkbar wäre die Verschiebung der Regulierungskompetenzen auf eine höhere Regelsetzungsebene, z.B. von den EU-Mitgliedstaaten auf die Europäische Union⁹. Eine solche Zentralisierung ist aber oft nicht erwünscht und wäre für die Schweiz auch nicht direkt relevant. Als Alternativen bleiben deshalb die Harmonisierung nationaler Regeln auf

Regulierung und Aufsicht des exportierenden Landes als äquivalent anerkannt wird, bzw. mit den internationalen Standards konform ist.»

⁸ So stellt der Bundesrat (Fn. 7) zutreffend fest: «Auf bilateraler Ebene kommt die Schweiz zunehmend in die Situation, gleichwertige Normen im nationalen Recht zu verankern, um nicht den Verlust des Zugangs zu den internationalen Märkten zu riskieren. Es ist davon auszugehen, dass, basierend auf dem heutigen Regulierungsniveau der Schweiz, diese Äquivalenz nicht in sämtlichen Bereichen vorliegt. Namentlich im Bereich des Kundenschutzes dürfte diese Voraussetzung derzeit noch nicht vollständig erfüllt sein.»

⁹ In Europa findet eine solche Verlagerung im Bereich des Finanzmarktrechts seit der Verabschiedung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie 1993 statt. Die zwischenzeitlich verabschiedete MiFID und ihre Novellierung (MiFID II) setzen diesen Trend fort. Zunächst wurde ein vierstufiges Rechtsetzungskonzept zur effektiveren Regulierung der Wertpapiermärkte in Europa vom Ausschuss der Weisen unter Vorsitz von Baron Alexandre Lamfalussy für die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte empfohlen und im März 2001 vom Europäischen Rat mit Blick auf das Ziel einer fristgerechten Umsetzung des *Financial Services Action Plan* (FSAP) gebilligt. Auf Stufe eins verabschiedeten das Europäische Parlament und der Rat Richtlinien mit Rahmenprinzipien, die auch zur Ermächtigung der auf Stufe zwei agierenden Kommission dienen, delegierte Rechtsakte (Durchführungsbestimmungen) zu erlassen. Auf Stufe drei agiert die ESMA (European Securities and Markets Authority, <<http://www.esma.europa.eu/>>), die mit Empfehlungen und Leitlinien die Regulierungspraxis überwacht und im Rahmen von MiFID II/MiFIR am 22. Mai 2014 ein *Discussion Paper* (533 Seiten, <http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-548_discussion_paper_mifid-mifir.pdf>) und ein *Consultation Paper* (311 Seiten, <http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-549_-_consultation_paper_mifid-ii_-_mifir.pdf>) in eine Art Vernehmlassung gegeben hat, um die Detailregelungen vorzubereiten. Stufe vier betrifft schliesslich die Überwachung der Durchsetzung der Massnahmen auf Stufe eins und Stufe zwei, d.h. im Fall eines Verstosses gegen das Unionsrecht ergreift die Kommission Massnahmen zur Durchsetzung der Gesetzgebung. Zur Kritik an diesem Verfahren Rolf Sethe, *Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung*, Köln 2005, 450 ff.

⁵ Art. 141 Abs. 2 S. 2 lit. a ParlG (SR 171.10). Vgl. auch den Gesetzgebungsleitfaden des EJPD vom August 2013, N 135 sowie den Botschaftsleitfaden der Bundeskanzlei vom Juni 2013, Nr. 1.5.

⁶ Forstmoser (Fn. 3) 523.

⁷ Vgl. Bericht zur Finanzmarktpolitik des Bundes, 19.12.2012, 9; abrufbar <<http://www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00578/02679/index.html?lang=de>>: «Grenzüberschreitende Finanzdienstleistungen dürften zunehmend nur noch dann erbracht werden, wenn die

der Basis überstaatlicher allgemeiner Vorgaben oder die Anerkennung ausländischer Vorgaben (zumindest soweit sie ein zwingendes Mindestniveau erreichen) als ausreichender Standard für die eigene Rechtsumgebung. Dieser Ansatz, nach der Rechtsprechung des EuGH auch *Cassis-de-Dijon*-Prinzip genannt, ist im EU-Kontext v.a. im Bereich des grenzüberschreitenden Warenverkehrs weit verbreitet¹⁰; die Schweiz hat ihn sogar unilateral für europäische Produkte übernommen¹¹. Im Finanzdienstleistungsrecht steht hingegen das Modell der Harmonisierung, die durch eine Äquivalenzprüfung erreicht wird, im Vordergrund.

II. Regulierungsziele im Finanzmarktrecht

A. Vorhandene Richt- und Leitlinien

Das Eidg. Finanzdepartement hat noch vor Erlass des FINMAG im September 2005 Zielsetzungen im Finanzmarktrecht formuliert; so sind etwa Kosten/Nutzen für die Marktteilnehmer abzuwägen, die Wettbewerbsneutralität in den Rahmenbedingungen anzustreben sowie die rechtlichen, ökonomischen und internationalen Regelungsvarianten zu berücksichtigen¹². Die neuesten FINMA-Richtlinien stammen vom Juli 2013 und fordern u.a. eine Folgenabschätzung sowie eine Abwägung von Kosten und Nutzen bei der Regulierung¹³. Neben den Leitlinien veröffentlicht die FINMA auch regelmässig strategische Ziele (derzeit für die Jahre 2013–2016)¹⁴, die sich indessen zu den konkreten Regulierungszielen nicht äussern.

Als Reaktion auf zwei parlamentarische Vorstösse (Postulat Graber und Interpellation Fiala)¹⁵ hat der Bundesrat

mit dem Bericht «Strategische Stossrichtungen für die Finanzmarktpolitik der Schweiz» Ende 2009 vier strategische Ziele formuliert¹⁶, nämlich die Stärkung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Finanzsektors, die Sicherung und Verbesserung des Marktzutritts, die Verbesserung der Krisenresistenz des Finanzsektors sowie die Sicherstellung der Integrität des Finanzplatzes. Die ersten beiden Ziele (Wettbewerbsfähigkeit, Marktzutritt) haben einen direkten Bezug zur Äquivalenz als Regelungskriterium. Diese beiden Stossrichtungen sind denn auch der Schwerpunkt der Arbeiten der erweiterten Expertengruppe Brunetti zur Finanzmarktstrategie der Schweiz¹⁷. Bislang ist aus der Expertengruppe die Empfehlung vom Mai 2014 hervorgegangen, eine Verbesserung des Marktzugangs für Schweizer Finanzdienstleister ins Ausland vorrangig anzugehen¹⁸.

B. Effektivität, Effizienz und Rechtsfolgenabschätzung

Regulierungen haben die Kriterien der Effektivität und Effizienz zu beachten. Effektivität betrifft die Wirksamkeit einer Lösung im Hinblick auf deren Zielerreichung (Mass zwischen angestrebtem und erreichtem Nutzen); Effizienz setzt die Kosten der Mittel mit dem vorgegebenen und erreichten Ziel in Beziehung¹⁹. Die Effektivität beurteilt den Grad der Zielerreichung; die Effizienz fragt nach der Relation zwischen Kosten und Resultat²⁰.

Bei der Beurteilung der Eignung, Erforderlichkeit und Verhältnismässigkeit von Regulierungen ist auch eine Rechtsfolgenabschätzung vorzunehmen, die auf folgenden Kriterien basieren kann²¹: (i) Notwendigkeit und Möglichkeit staatlichen Handelns, (ii) Auswirkungen auf einzelne gesellschaftliche Gruppen, (iii) Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft, (iv) alternative Regelungen, (v) Zweck-

¹⁰ EuGH, Rs. 120/78, Slg. 1979, 649 ff.

¹¹ Art. 16a–16e THG (SR 946.51) sowie in der Verordnung über das Inverkehrbringen von Produkten nach ausländischen Vorschriften (VIPaV) (SR 946.513.8).

¹² Abrufbar <http://www.efv.admin.ch/d/downloads/finanzpolitik_grundlagen/leitbild_ziele/Richtlinien_Finanzmarktregulierung_d.pdf>.

¹³ Abrufbar <<http://www.finma.ch/d/regulierung/gesetze/Documents/leitlinien-finanzmarktregulierung-20130703-d.pdf>>.

¹⁴ FINMA, Strategische Ziele 2013 bis 2016; abrufbar <http://www.finma.ch/d/finma/publikationen/Documents/strategische_ziele_finma-2013-2016-d.pdf>.

¹⁵ Im Postulat 09.3209 fordert Graber, dass der Bundesrat in einem Bericht aufzeigt, wie die Stärken des Finanzmarktplatzes Schweiz erhalten und die Schwächen beseitigt werden können; <http://www.parlament.ch/d/suche/seiten/geschaeft.aspx?gesch_id=20093209>. Die Interpellation Fiala 13.4175 erinnert an die Richtlinien von 2005; <http://www.parlament.ch/d/suche/Seiten/geschaeft.aspx?gesch_id=20134175>.

¹⁶ Abrufbar <<http://www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00578/01622/?lang=de>>.

¹⁷ Vgl. <<https://www.news.admin.ch/message/index.html?lang=de&ms-g-id=50545>>.

¹⁸ Vgl. Faktenblatt zur «Weiterentwicklung der Finanzmarktstrategie»; <http://www.efd.admin.ch/themen/wirtschaft_waehrung/02448/?lang=de>.

¹⁹ Rolf H. Weber/Hans Geiger/Christine Breining-Kaufmann/Ronnie Schmitz/Anselm S. Trott, Integrierte Finanzmarktaufsicht, Zürich 2006, 98.

²⁰ Vgl. nun auch die Studie von Martin Eling/Sabine Kilgus, Wirksamkeit und Effizienz der Regulierung in der deutschsprachigen Assekuranz – eine juristische und ökonomische Analyse, St. Gallen 2014.

²¹ Stephan A. Zwahlen, Kosten-/Nutzenanalyse mit Regulatory Scorecards – am Beispiel der Finanzmarktregulation, Bern/Stuttgart/Wien 2010, 35.

mässigkeit im Vollzug. Der Bundesrat hat die Aufgabe, vor Erlass neuer Regulierungen eine Rechtsfolgenabschätzung vorzunehmen, während vieler Jahre unbeachtet gelassen; mit der Präsentation des Vorentwurfs für ein Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und ein Finanzinstitutsgesetz (FINIG) ist nun aber gleichzeitig eine detaillierte Rechtsfolgenabschätzung insbesondere mit Blick auf die dem Gesetz neu unterstellten Vermögensverwalter unterbreitet worden²², die indessen die Auswirkungen der neuen Pflichten von Finanzdienstleistungsanbietern im Dienstleistungskontext nur am Rande thematisiert.

C. Besonderheiten im grenzüberschreitenden Geschäft

Angesichts der Globalität der Finanzmärkte haben die entsprechenden Dienstleistungen naturgemäss einen grenzüberschreitenden Charakter. Weil Finanzgeschäfte indessen mit Bezug auf den Anleger-, Funktions- und Systemschutz²³ besondere Anforderungen stellen, erweisen sich ein regulatorischer *«race to the bottom»* sowie *Ansteckungsgefahren* als problematisch; der Regulator hat insbesondere ein Interesse am Schutz inländischer Kunden von ausländischen Dienstleistern²⁴. Erwartet wird deshalb ein vergleichbares Regulierungsniveau im Ausland, das die Risiken des Finanzdienstleistungsgeschäfts in gleicher Weise wie im Inland einzugrenzen versucht. In Konsequenz lässt sich der Marktzutritt ausländischer Anbieter an das Kriterium der Äquivalenz der Regulierung im Heimatland knüpfen.

Die Realisierung grenzüberschreitender Äquivalenz hat auch wirtschaftliche Vorteile; so können globale Regeln für international tätige Finanzdienstleister die Kosten verringern, die Wettbewerbsintensität sowie die Marktbreite und -tiefe erhöhen, die Rechtssicherheit verbessern und die regulatorische Arbitrage einschränken²⁵.

Rechtlich geht es beim Äquivalenzansatz darum, dass die Regulierung und Aufsicht (einschliesslich die Rechtsdurchsetzung des Herkunftslandes) als «gleichwertig» mit den eigenen Vorschriften des Gastlandes erscheinen²⁶. Neben dem Schutzgedanken geht es auch um die Vermeidung von Kollisionen und Doppelspurigkeiten. Das Äquivalenzkonzept ist aber nicht ein grenzüberschreitend einheitlicher Ansatz, sondern die Beurteilung der Frage, ob die ausländische Regulierung bzw. Aufsicht zur inländischen Regulierung gleichwertig erachtet wird, obliegt allein der Zuständigkeit des Gastlandes²⁷.

III. EU-Regulierungsansatz

A. Fehlen eines einheitlichen Konzepts

Wie erwähnt, entscheidet letztlich jeder souveräne Staat nach seinen eigenen Grundsätzen, ob eine ausländische Regulierung den einheimischen Prinzipien als gleichwertig eingestuft wird oder nicht. Völkerrechtliche (Mindest-) Standards existieren nicht. Vielmehr enthält das GATS gerade einen Vorbehalt, wonach Massnahmen zum Schutz von Investoren, Einlegern oder zur Sicherung der Integrität und Stabilität des Finanzsystems (sog. «prudential carve-out», Anlage Finanzdienstleistungen zu Art. XXIX, Abs. 2 lit. a Satz 1) der nationalen Regelung vorbehalten sind. Es findet sich lediglich die Einschränkung, dass solche Regelungen nicht dazu benutzt werden dürfen, die Pflichten eines Mitglieds aus dem GATS zu umgehen²⁸ und dass

²² Bericht zur Finanzmarktpolitik des Bundes (Fn. 7) 17 f.

²³ Dazu *Zobl/Kramer* (Fn. 1) § 2 N 25 ff.

²⁴ Vgl. Bericht zur Finanzmarktpolitik des Bundes (Fn. 7) 37, der ein *«gleiches Schutzniveau für Kunden bei grenzüberschreitenden wie bei inländischen Dienstleistungen»* fordert.

²⁵ Im Rahmen des Projektes «Vertriebsregeln» untersuchte die FINMA sektorübergreifend und unter Berücksichtigung internationaler und ausländischer Rechtentwicklungen nicht nur bestehende Produkte-, Verhaltens- und Vertriebsregeln oder die Frage von Vergütungen, sondern Gegenstand war auch der grenzüberschreitende Vertrieb vom Ausland in die Schweiz. Vgl. FINMA-Vertriebsbericht 2010, Regulierung von Produktion und Vertrieb von Finanzprodukten an Privatkunden – Stand, Mängel und Handlungsoptionen, vom Oktober 2010, <<http://www.finma.ch/d/regulierung/anhoerungen/Documents/diskussionspapier-vertriebsregeln-20101110-d.pdf>>; vgl. dazu *Franca Contratto*,

FINMA-Vertriebsbericht 2010: Ein Hoffnungsschimmer am Horizont für die Anleger, Jusletter 2. Mai 2011; *Susan Emmenegger*, Verhaltensregeln am Point of Sale: Anlegerschutz an der Schnittstelle zum Kunden, SZW 2011 278 ff.; *Oliver Zibung*, Der Vertriebsbericht der FINMA – ein nächster Schritt zur Verbesserung des Kundenschutzes sowie zur materiellen Integration der Finanzmarktregulierung?, HAVE 2011 99 ff.

²⁶ *Fred Bürki Kronenberg/David S. Gerber*, EU-Finanzmarktregulierungen und Wirkungen auf die Schweiz, Die Volkswirtschaft 10/2012, 17.

²⁷ *Bürki Kronenberg/Gerber* (Fn. 26) 17.

²⁸ Die Einzelheiten sind umstritten. Nach *Apostolos Gkoutzinis*, International Trade in Banking Services and the Role of the WTO: Discussing the Legal Framework and Policy Objectives of the General Agreement on Trade in Services and the Current State of Play in the Doha Round of Trade Negotiations, International Lawyer 39 2005 877, 903, greift der Carve-out nur, wenn rein aufsichtsrechtliche Massnahmen ergriffen werden (objektiver Massstab); a.A. *Armin von Bogdandy/Joseph Windsor*: *Wolftrum/Stoll/Feinäugle* (Hrsg.), WTO – Trade in Services, Leiden, Boston 2008, Annex on Financial Services, N 24, wonach eine Umgehung des Prudential carve-out einen gewissen Vorsatz voraussetze und der carve-out daher nur dann nicht eingreife, wenn die Massnahme des Staates gezielt protektionistisch ist.

sie dem Grundsatz der Verhältnismässigkeit genügen müssen²⁹. Auch bestehen im Verhältnis zur Schweiz keine staatsvertraglichen Regelungen, die einen solchen Standard definieren würden³⁰.

Hinzu kommt, dass das Finanzmarktrecht eine ganze Bandbreite von verschiedenen Materien enthält. Die Aufsicht über Banken erfordert andere Schutzmechanismen als diejenigen über Wertpapierdienstleister oder Versicherungen³¹. Aus diesem Grunde hat die Europäische Kommission bisher auf die Festlegung eines einheitlichen, für alle Bereiche des Finanzmarktrechts anwendbaren Äquivalenzkonzepts verzichtet³²; ergebnisorientiert kann der Vergleichsmassstab je nach dem Regulierungsgegenstand unterschiedlich ausgestaltet sein, d.h., das Mass der Äquivalenz hängt auch von den legislatorischen Zielsetzungen in spezifischen Rechtsbereichen ab. Aus der Vielzahl der Drittstaatenregime der Richtlinien und Verordnungen der EU wird im Folgenden die für die Schweiz besonders wichtige Regelung der zum 3. Juli 2014 in Kraft getretenen MiFID II/MiFIR herausgegriffen.

Die Ausgestaltung der Äquivalenz muss auch dynamisch erfolgen: Angesichts der immer strengeren Vorschriften im Finanzmarktrecht, deren Einführung nicht allein auf die Finanzkrise 2008, sondern ebenso sehr auf die Erkenntnis,

dass ein verbesserter Kunden- bzw. Einlegerschutz notwendig ist, gründet, erweist es sich als notwendig, auch die Äquivalenzvoraussetzungen den übrigen veränderten Rahmenbedingungen anzupassen. Jede Verschärfung der Vorschriften zulasten der einheimischen Finanzdienstleistungsanbieter führt damit grundsätzlich zu höheren bzw. zusätzlichen Marktzutrittsanforderungen für Anbieter aus dem Ausland.

B. Neuer Regelungsrahmen durch MiFID II/MiFIR

a) Überblick

Die komplexe und umfangreiche Richtlinie MiFID II³³, welche in der Europäischen Union zu einer Verbesserung des Schutzes von Kunden und Einlegern zulasten der Finanzdienstleistungsanbieter führen soll, enthält auch eine Vielzahl von Anordnungen, die den sog. «Drittstaatenzugang» regeln. Schweizer Finanzdienstleistungsanbieter sind von diesen Drittstaatenzugangsnormen betroffen.

Die Drittstaatenregelung unterscheidet drei Konstellationen: (1) Keine Einschränkungen bestehen mit Blick auf die passive Dienstleistungsfreiheit von Privatkunden oder «gekorenen professionellen Kunden» (Art. 42 MiFID II). Der Erwägungsgrund Nr. 43 MiFIR und Nr. 111 MiFID II umschreibt die passive Dienstleistungsfreiheit näher. Sie liegt vor, wenn eine in der EU niedergelassene Person in der EU auf eigene Initiative Wertpapierdienstleistungen einer Drittlandfirma in Anspruch nimmt. Dem gleichgestellt ist der Fall, dass eine EU-Wertpapierfirma oder ein EU-Kreditinstitut auf eigene Initiative Wertpapierdienstleistungen oder Anlagetätigkeiten einer Drittlandfirma nutzt. Schliesslich ist die Konstellation erfasst, dass ein in der EU ansässiger Kunde auf eigene Initiative Wertpapierdienstleistungen einer Drittlandfirma in Anspruch nehmen kann, die durch ein EU-Kreditinstitut oder eine EU-Wertpapierfirma vermittelt werden. In all diesen Fällen gilt die Dienstleistung als nicht im Gebiet der EU erbracht, was beispielsweise für die Anknüpfung internationaler Zuständigkeiten

²⁹ Dazu von Bogdandy/Windsor, Wolfrum/Stoll/Feinäugle (Fn. 28) N 23 f.; Rolf Sethe/Juliane Thieme, Internationales Bank- und Finanzdienstleistungsrecht, Tietje (Hrsg.), Internationales Wirtschaftsrecht, Berlin 2009, § 13 N 12 ff.; vgl. auch Rolf H. Weber, Finanzdienstleistungen im WTO-Recht: Weber (Hrsg.) Neuere Entwicklungen im Kapitalmarktrecht, Zürich 2000, 1, 12 f.

³⁰ Das Abkommen zwischen der Schweizerischen Eidgenossenschaft einerseits und der Europäischen Gemeinschaft und ihren Mitgliedsstaaten andererseits über die Freizügigkeit vom 21.6.1999 (SR 0.142.112.681) enthält in Anhang 1 Art. 22 III i) eine Klausel, wonach im Zeitpunkt des Inkrafttretens dieses Abkommens bestehende Rechts- und Verwaltungsvorschriften über die Zulassung und Aufsicht von Finanzdienstleistungen jeder Vertragspartei unberührt bleiben, so dass die in Deutschland 1999 bereits erfassten Bankgeschäfte sowie individuelle und kollektive Vermögensverwaltungen gerade keine Freizügigkeit geniessen. Keine Regelung findet sich auch im Memorandum zu verfahrensrechtlichen Aspekten grenzüberschreitender Tätigkeiten im Finanzbereich für Banken (FINMA-Mitteilung 54/2014 vom 6.1.2014), das nur die Freistellung von Instituten, die bereits im Heimatland über eine gleichwertige Aufsicht verfügen (Banken, Effektenhändler), regelt und daher nicht die unabhängigen Vermögensverwalter und die Anlageberater erfasst.

³¹ Einen sehr guten Überblick über die unterschiedlichen Äquivalenzanforderungen gibt Dirk Zetzsche, «Drittstaaten» im Europäischen Bank- und Finanzmarktrecht, Bachmann/Breig (Hrsg.), Finanzmarktregulierung zwischen Innovation und Kontinuität, Tübingen 2014, 48 ff.

³² Bürki Kronenberg/Gerber (Fn. 26) 17.

³³ Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, Abl. L 173/349; <eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=DE>. Parallel dazu wurde auch MiFIR, eine Verordnung, verabschiedet: Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, Abl. L 173/84, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=OJ:L:2014:173:FULL&from=DE>.

von Bedeutung ist. Erwägungsgrund 43 MiFIR stellt umgekehrt aber auch klar, dass eine «eigene Initiative des Kunden» nicht vorliegt, wenn sich die Drittlandfirma aktiv um Kunden oder potenzielle Kunden in der EU bemüht oder in der Union Wertpapierdienstleistungen oder Anlagetätigkeiten in Kombination mit Nebendienstleistungen anbietet oder bewirbt³⁴. (2) Die auf Initiative des Finanzdienstleisters erfolgte grenzüberschreitende Dienstleistungserbringung ohne Zweigniederlassung in einem Mitgliedstaat der EU ist nur mit sog. «geeigneten Gegenparteien» und «geborenen professionellen Kunden» zulässig (Art. 46 Abs. 1 MiFIR). (3) Für Geschäfte mit Privatkunden («Kleinanlegern») und «gekorenen professionellen Kunden» können die Mitgliedstaaten vorschreiben, dass diese lediglich über eine Niederlassung erfolgen dürfen (Art. 39 Abs. 1 MiFID II). Die beiden letzten Konstellationen werden nachfolgend näher untersucht.

b) *Grenzüberschreitende Dienstleistungen ohne Niederlassung*

Die Erbringung grenzüberschreitender Dienstleistungen gegenüber geeigneten Gegenparteien und geborenen professionellen Kunden von der Schweiz in der EU ist unter folgenden Voraussetzungen zulässig:

- Die EU-Kommission hat einen Beschluss gefasst, wonach sie die schweizerische Finanzmarktregulierung als aufsichtsrechtlich äquivalent erachtet (Art. 46 Abs. 2 lit. a, 47 Abs. 1 MiFIR).
- Die ESMA (European Securities and Market Authority) hat mit der Schweiz eine Kooperationsvereinbarung abgeschlossen (Art. 46 Abs. 2 lit. c, 47 Abs. 2 MiFIR)³⁵.
- Ein Unternehmen, das im EU-Binnenmarkt tätig werden

will, darf gemäss Schweizer Aufsichtsrecht grenzüberschreitend Finanzdienstleistungen anbieten und seine entsprechenden Angebote werden auch von der FINMA effektiv beaufsichtigt (Art. 46 Abs. 2 MiFIR).

- Der Schweizer Finanzdienstleistungsanbieter beantragt für die Erbringung grenzüberschreitender Dienstleistungen die Aufnahme in das Register der ESMA (Art. 46 Abs. 1 MiFIR).

Die EU-Kommission nimmt die Gleichwertigkeitsprüfung aus eigenem Entschluss vor. Es besteht kein Anspruch eines Drittstaats auf Eintreten in die Sachprüfung. Vielmehr gibt Erwägungsgrund 41 Unterabs. 3 MiFIR der Kommission gewisse Kriterien vor: Für eine vorrangige Prüfung spricht die Wichtigkeit des Drittstaats für Firmen und Kunden in der EU sowie das Interesse des Drittstaats an der Gleichwertigkeitsprüfung, das Vorhandensein von bereits in Kraft befindlichen Kooperationsabkommen sowie die Reziprozität, also die Frage, ob der Drittstaat über ein gleichwertiges System für die Zulassung von Wertpapierfirmen aus der EU verfügt. Mitgliedstaaten können der Kommission einen Anstoss zur Prüfung geben, ohne dass dieser aber eine Bindungswirkung für die Kommission auslöst. Solange die EU-Kommission keine Äquivalenzentscheidung getroffen hat, verbleibt das Regelungsrecht bei den EU-Mitgliedstaaten. Gleiches gilt für den Fall, dass die Kommission die Gleichwertigkeit ablehnt.

Die Kriterien der Gleichwertigkeitsprüfung sind in Art. 47 Abs. 1 MiFIR niedergelegt. Um gleichwertig zu sein, muss das Schweizer Recht eine effektive und gleichwertige Aufsicht über Finanzdienstleister vorsehen. Zudem hat das materielle Recht funktional gleichwertig zu sein. Nötig ist eine staatliche Zulassung des Finanzdienstleisters, ein angemessenes Anfangskapital und laufendes Mindestkapital, die Gewähr für die Zuverlässigkeit der qualifiziert beteiligten Eigner des Finanzdienstleisters, das Vorhandensein zuverlässiger und fachlich geeigneter Geschäftsleiter, das Vorhandensein angemessener Wohlverhaltensregeln gegenüber Kunden sowie angemessener Organisationspflichten auf dem Gebiet der internen Kontrolle, worunter Compliance sowie ein Risiko- und Interessenkonfliktmanagement zu verstehen sind. Schliesslich ist eine Regelung zur Verhinderung von Marktmissbrauch durch Insidergeschäfte und Marktmanipulation nötig.

Aus Sicht der Schweiz besonders bedeutsam ist die Regelung, wonach die EU-Mitgliedstaaten weder zusätzliche aufsichtsrechtliche Erfordernisse für die grenzüberschreitende Erbringung von Finanzdienstleistungen aufstellen noch sie bevorzugen dürfen (Art. 46 Abs. 3 MiFIR). Da-

³⁴ Diese Aussage spiegelt die bisherige Praxis vieler EU-Staaten wider, vgl. etwa zu Deutschland, *BaFin*, Merkblatt – Hinweise zur Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 KWG in Verbindung mit § 1 Abs. 1 und Abs. 1a KWG von grenzüberschreitend betriebenen Bankgeschäften und/oder grenzüberschreitend erbrachten Finanzdienstleistungen vom 1.4.2005, www.bafin.de.

³⁵ Gemäss Art. 3 Abs. 2 i.V.m. 216 Abs. 1 AEUV kann die EU in allen ihren Zuständigkeitsbereichen mit Drittländern Vereinbarungen schliessen (Parallelität von Innen- und Aussenkompetenzen). Bei der auf Art. 114 AEUV gestützten MiFIR wurde die Kompetenz zum Abschluss von Vereinbarungen mit Aufsichtsbehörden nach Art. 8 Abs. 1 lit. j ESMA-VO (Nr. 1095/2010/EU vom 24.11.2010, ABl. EU Nr. L 331 vom 15.12.2010, S. 84 ff.) i.V.m. Art. 47 Abs. 2 MiFIR an die ESMA delegiert. Die Übertragung von Kompetenzen auf die ESMA ist nach Ansicht des EuGH primärrechtlich zulässig, vgl. EuGH vom 22.1.2014, Rs. C-270/12 – «Leerverkaufs-VO», N 77 ff. (kein Verstoß gegen Art. 290, 291 AEUV), N 97 ff. (kein Verstoß gegen Art. 114 AEUV).

durch ist eine Gleichbehandlung von Schweizer und EU-Unternehmen sichergestellt. Die strenge Gleichbehandlung ist für Schweizer Anbieter eine positive Nachricht, weil sie nicht diskriminiert werden dürfen.

Diese Regelung birgt aber auch eine schlechte Nachricht in sich: In der Schweiz wird vielfach die Ansicht geäußert, dass die EU in der MiFID II/MiFIR ja nur Gleichwertigkeit verlange, nicht aber Deckungsgleichheit der Regelung von Schweizer Recht und EU-Recht. Juristisch ist diese Meinung zutreffend, denn aus Sicht der EU ist im Verhältnis zur Schweiz das WTO-Recht, also das GATS, Anhang zu Finanzdienstleistungen, anzuwenden. Wenn die EU einem Staat erleichterte Zugangsbedingungen für seine Institute gewähren würde, müsste sie dies nach dem Prinzip der Meistbegünstigung an sich allen WTO-Staaten gewähren, welche dies verlangen. Jedoch ist bei der einseitigen Anerkennung ausländischen Aufsichtsrechts oder bei einem Abkommen über Aufsichtsrecht Abs. 3 lit. b des Anhangs zu Finanzdienstleistungen zu beachten, wonach eine solche selektive Anerkennung als Ausnahme vom Prinzip der Meistbegünstigung gilt³⁶. Abs. 3 lit. b des Anhangs zu Finanzdienstleistungen verpflichtet den anerkennenden Staat nur, anderen interessierten Staaten die Möglichkeit zu geben, über den Beitritt zu einer solchen Übereinkunft zu verhandeln oder eine ähnliche Übereinkunft mit ihm auszuhandeln. Dabei wird lediglich eine inhaltliche Vorgabe gemacht, nämlich die Gleichwertigkeit der Regelung, der Überwachung und der Umsetzung dieser Regelung. Gemäss der Lehre sind Abweichungen zwischen Heimatland- und Gastlandaufsicht möglich und in der Praxis anzutreffen³⁷, sodass in der Tat keine Deckungsgleichheit, sondern nur Vergleichbarkeit erforderlich ist. Neben diese juristische Ebene tritt allerdings eine wirtschaftliche. Die EU wird kaum einem Drittstaat weitreichende Ausnahmen von ihrem Anlegerschutzkonzept zugestehen, wenn sie sich dadurch einen Wettbewerbsnachteil zulasten der eigenen Institute einhandelt. Daher dürfte der faktisch bestehende Spielraum sehr gering sein. Vor diesem Hintergrund ist die strikte Gleichbehandlung in Art. 46 Abs. 3 MiFIR ein wichtiges Signal.

Das verlangte Kooperationsabkommen mit der ESMA hat gemäss Art. 47 Abs. 2 MiFIR folgenden Mindestinhalt

aufzuweisen: Es muss einen wirksamen Informationsaustausch zwischen den zuständigen Schweizer Behörden (SNB, FINMA) und der ESMA vorsehen, einschliesslich des Zugangs zu allen von der ESMA angeforderten Informationen über die in der Schweiz zugelassenen Nicht-EU-Firmen. Es muss gewährleistet sein, dass die ESMA unverzüglich benachrichtigt wird, falls das Drittlandinstitut gegen seine Zulassungsbedingungen und anderes einzuhaltendes Recht verstösst. Das Abkommen muss Verfahrensvorschriften zur Koordinierung der Aufsicht durch die beteiligten Behörden der EU und der Schweiz aufweisen, die auch das Recht für Inspektionen vor Ort beinhalten. (Auch die Abkommen der Mitgliedstaaten mit Drittstaaten unterliegen den Anforderungen von Abs. 3 lit. b des Anhangs zu Finanzdienstleistungen, sodass die soeben gemachten Überlegungen entsprechend gelten³⁸, dazu so gleich unter c) a.E.).

Wird der Schweizer Finanzdienstleister von der ESMA zu grenzüberschreitenden Dienstleistungen zugelassen, muss er den Kunden in der EU einen Gerichtsstand oder ein Schiedsgericht in der EU anbieten (Art. 46 Abs. 6 MiFIR). Er ist verpflichtet, die EU-Kunden vor der Erbringung von Finanzdienstleistungen schriftlich und in hervorgehobener Form darüber zu informieren, dass er nur mit geeigneten Gegenparteien und «geborenen professionellen Kunden» in Geschäftsbeziehungen treten darf. Zudem ist der Hinweis gefordert, dass er keiner Aufsicht der EU untersteht, sondern von der Schweizer Aufsicht (unter Mitteilung von deren Adresse) überwacht wird (Art. 46 Abs. 5 MiFIR). Das Drittstaatenregime der MiFIR sieht eine Übergangsregelung von drei Jahren (Art. 54 Abs. 1 MiFIR) vor.

c) Errichtung von Niederlassungen durch Drittlandfirmen

Werden Leistungen an Kleinanleger und gekorene professionelle Kunden erbracht, kann der Mitgliedstaat die Errichtung einer Niederlassung vom Schweizer Unternehmen in der EU verlangen (Art. 39 Abs. 1 MiFID II). Die Frage, welche Mitgliedstaaten von dieser Kompetenz Gebrauch machen, ist noch offen. Brancheninsider gehen davon aus, dass viele Mitgliedstaaten dies aus Wettbewerbsgesichtspunkten tun werden.

³⁶ Markus Krajewski und Armin von Bogdandy/Joseph Windsor, Wolf- rum/Stoll/Feinäugle (Fn. 28), Article VII GATS N 6, bzw. Annex on Financial Services N 26; Sydney J. Key, Financial Services, Macrory/ Appleton/Plummer (eds.), World Trade Organization – Legal, economic and political analysis, Vol. I, New York 2005, 955, 966.

³⁷ Zu beidem Key (Fn. 36) 966 f. m.w.N.

³⁸ Die EU achtet nach Auskunft von Herrn Ulrich Trautmann, Erster Botschaftsrat Handel und Wirtschaft der EU-Delegation für die Schweiz und das Fürstentum Liechtenstein, darauf, dass es in den Abkommen der Mitgliedstaaten zu keinen weitreichenden Abweichungen vom MiFID II/MiFIR-Standard kommt.

Macht der Mitgliedstaat von der Kompetenz Gebrauch, sind die Voraussetzungen und das Verfahren detailliert in Art. 39 ff. MiFID II geregelt. Konkret ist ein Bewilligungsverfahren zu durchlaufen, bei dem folgende Voraussetzungen darzulegen sind: Zulassung des Instituts im Heimatstaat, wirksame Beaufsichtigung im Heimatstaat, Kooperationsabkommen der Aufsichtsbehörden, angemessenes Anfangskapital der Niederlassung, zuverlässige und geeignete Geschäftsleiter der Niederlassung, Geltung von Art. 26 OECD-Musterabkommen sowie Zugehörigkeit zu einem Anlegerentschädigungssystem. Nach Erteilung der Bewilligung hat eine solche Niederlassung alle zentralen Pflichten der MiFID II zum Kundenschutz zu beachten (Art. 41 Abs. 2 Unterabs. 1 MiFID II). Auch hier gilt der Grundsatz, dass die Mitgliedstaaten keine weiter gehenden nationalen Anforderungen mehr einführen dürfen (Art. 41 Abs. 2 Unterabs. 2 MiFID II). Geniesst das Heimatland, in dem das Institut der genehmigten Niederlassung ansässig ist, die erwähnte Gleichwertigkeit, kann die Niederlassung grenzüberschreitend innerhalb der ganzen EU ohne weitere Bewilligung gegenüber «geeigneten Gegenparteien» und «geborenen professionellen Kunden» ihre Dienstleistungen anbieten und erbringen (Art. 47 Abs. 3 Unterabs. 1 MiFIR), soweit spezifische Informationserfordernisse (Art. 34 MiFID II) erfüllt werden. Die Niederlassung unterliegt für grenzüberschreitende Tätigkeiten der Aufsicht des EU-Landes, in welchem sie errichtet wurde; das Drittland (Schweiz) und der betroffene Mitgliedstaat der Niederlassung können aber «Kooperationsvereinbarungen» mit dem Ziel eines verbesserten Anlegerschutzes abschliessen (Art. 47 Abs. 3 Unterabs. 2 MiFIR)³⁹.

IV. Herausforderungen für die Schweiz

Aus der Sicht der Schweiz als EU-Drittland stellt sich die allgemeine Frage, inwieweit ein Spielraum verbleibt für helvetische Alternativen, die zwischenzeitlich unter dem mehrheitlich negativ wahrgenommenen Begriff *Swiss Finish* «firmieren»⁴⁰. Mit dem FIDLEG wird zwar der Kernge-

halt der MiFID-Bestimmungen in das schweizerische Aufsichtsrecht übernommen, aber es finden sich zahlreiche Abweichungen. Der Vernehmlassungsentwurf zum FIDLEG erscheint eher als MiFID *light*, weil in verschiedenen Bereichen das europäische Anlegerschutzniveau unterboten wird. Obwohl eine weitgehende Adaption des europäischen Wegs möglich gewesen wäre, zeigen die dem schweizerischen Selbstregulierungskonzept angepassten Formulierungen, dass den Anbietern ein im Vergleich zur EU etwas lockereres regulatorisches Umfeld geboten werden soll. Zwar beabsichtigt der hiesige Gesetzgeber mit dem Ziel einer Äquivalenzanerkennung vor Augen, eine weitgehende Adaption der MiFID II/MiFIR-Regularien anzustreben, aber das FIDLEG bleibt partiell hinter den Anforderungen der MiFID II zu Verhaltensregeln, Grundsätzen unabhängiger Beratung oder auch Retrozessionen zurück. Vor dem Hintergrund der GATS-Verpflichtungen der EU wird diese der Schweiz schwerlich Abweichungen vom Aufsichtsrecht der MiFID II/MiFIR gestatten, will sie nicht riskieren, dass auch andere Drittstaaten auf diesen Zug aufspringen. Die EU wird schliesslich auch unter dem Gesichtspunkt der Gefahr von Wettbewerbsverzerrungen zulasten der EU-Institute (vor allem im Bereich der Vermögensverwaltung) zurückhaltend sein, grössere Abweichungen zu tolerieren. Der Gestaltungsspielraum ist daher äusserst gering.

Parallel wird auch diskutiert, ob man nicht Schweizer Finanzdienstleistern, die nicht in der EU tätig werden wollen, ein Opting-in bzw. -out bezüglich MiFID-Regime gewähren sollte. Dies erscheint zwar für die Anbieter attraktiv, berücksichtigt aber nicht die zahlreichen, in der Schweiz diskutierten Defizite im Anlegerschutz, die auch von der Finanzbranche anerkannt werden.

Der Anfang 2014 bekannt gemachte Hinweis, dass die Niederlassungspflicht für Finanzintermediäre im Rahmen der Trilog-Gespräche zur Einigung über MiFID/MiFIR «geopfert» wurde, nahm man in der Schweiz wohlwollend zur Kenntnis. Mittlerweile ist aber eine gewisse Ernüchterung spürbar, weil offensichtlich ist, dass nun jeder einzelne nationale Regulator über die Frage, ob im Privatkundengeschäft eine Zweigniederlassung erforderlich ist, entscheiden kann. Somit müssen Anbieter aus EU-Drittstaaten, wie der Schweiz, sich auf divergierende Erfordernisse in Deutschland, Frankreich oder Italien einrichten, wenn auf Initiative des Instituts Geschäftsbeziehungen mit Privatanlegern aus der Schweiz heraus gepflegt werden sollen.

Mit dem Regulierungs-Kleeblatt FIDLEG, FINIG, FINFRAG und FINMAG nimmt die Bedeutung der prudenziellen Aufsicht durch die FINMA weiter zu. Der Bericht zur

³⁹ Im Bereich der Binnenmarktregulierung besteht eine geteilte Zuständigkeit von Mitgliedstaaten und EU (Art. 4 Abs. 2 lit. a AEUV). Dies hat zur Folge, dass die Mitgliedstaaten zuständig sind, solange und soweit nicht die EU von ihren Kompetenzen Gebrauch gemacht hat (Art. 2 Abs. 2 AEUV). Da die MiFIR die Kompetenz zu Kooperationsvereinbarungen ausdrücklich den Mitgliedstaaten überlässt, bleiben diese zuständig.

⁴⁰ Vgl. auch *Baisch* (Fn. 2) 500.

FIDLEG-/FINIG-Vernehmlassungsvorlage⁴¹ weist auf die enge Verflechtung der schweizerischen Marktteilnehmer mit den europäischen Finanzmärkten hin. Aus diesem Grund hat man sich bei der Formulierung der neuen Vorschriften an die Regeln der europäischen Finanzmarktregulierung angelehnt, nicht zuletzt, um die Gleichwertigkeit zu erreichen. Jedoch wird von den Anordnungen der europäischen Finanzmarktregulierung auch in einigen wichtigen Punkten partiell oder weitreichend abgewichen⁴². Einige dieser Abweichungen sind im Bericht ausdrücklich erwähnt⁴³, andere lassen sich erst nach genau-

rem Hinsehen erkennen. So schreibt Art. 10 VE-FIDLEG lediglich vor, dass ein Finanzdienstleister «*sich über die finanziellen Verhältnisse und Anlageziele seiner Kundinnen und Kunden sowie über deren Kenntnisse und Erfahrungen in Bezug auf die angebotenen Finanzinstrumente oder -dienstleistungen*» zu erkundigen hat, bevor er Finanzdienstleistungen und -instrumente empfiehlt. Art. 25 Abs. 2 MiFID II, wonach auch die Verlusttragungsfähigkeit und die Risikotoleranz zu berücksichtigen sind, geht deutlich weiter⁴⁴. Nach dem Gesagten dürften solche Divergenzen bei der Äquivalenzanerkennung Probleme bereiten.

⁴¹ Erläuternder Bericht zu Vernehmlassungsvorlage, 25.06.2014, 33; <<http://www.news.admin.ch/NSBSubscriber/message/attachments/35423.pdf>>.

⁴² Vgl. die Beispiele bei Rolf Sethe, MiFID II – Eine Herausforderung für den Finanzplatz Schweiz, SJZ 2014 477 ff.

⁴³ Bericht (Fn. 41) 34; ein Beispiel dafür ist die Einschränkung in MiFID, im Rahmen von *execution-only* im Retailbereich nur sogenannte nicht komplexe Finanzinstrumente zu erlauben: «*Gemäss dem schweizerischen FIDLEG soll es den Privatkundinnen und -kunden dagegen für sämtliche Produkte erlaubt sein, Execution-only-Geschäfte zu veranlassen.*»

⁴⁴ Art. 25 Abs. 2 MiFID II: «*Erbringt die Wertpapierfirma Anlageberatung- oder Portfolio-Management, holt sie die notwendigen Informationen über die Kenntnisse und Erfahrung des Kunden oder potenziellen Kunden im Anlagebereich in Bezug auf den speziellen Produkttyp oder den speziellen Typ der Dienstleistung, seine finanziellen Verhältnisse, einschliesslich seiner Fähigkeit, Verluste zu tragen, und seine Anlageziele, einschliesslich seiner Risikotoleranz, ein, um ihr zu ermöglichen, dem Kunden oder potenziellen Kunden Wertpapierdienstleistungen und Finanzinstrumente zu empfehlen, die für ihn geeignet sind und insbesondere seiner Risikotoleranz und seiner Fähigkeit, Verluste zu tragen, entsprechen.*»